

网易-S (09999)

证券研究报告

2023年06月03日

游戏业务收入稳健增长，期待多款新产品上线

事件：公司于5月25日发布23Q1业绩。网易23Q1营收250.46亿元（36.47亿美元），yoy+6.3%。毛利润达148.97亿元（21.69亿美元），yoy+16.0%。毛利率达59.48%，yoy+4.98pct，主要系收入组合的变动。归母净利润67.55亿元（9.84亿美元），yoy+53.72%。净利率为26.97%，yoy+8.31pct。23Q1营业费用76.76亿元，yoy+4.74%。23Q1销售费用29.05亿元，yoy-0.36%，销售费用率11.60%，yoy-0.78pct。23Q1管理费用10.22亿元，yoy+0.58%，管理费用率4.08%，yoy-0.23pct。23Q3研发费用37.50亿元，yoy+10.35%，研发费用率14.97%，yoy+0.55pct。

游戏业务增长势头强劲，“AIGC+UGC”独特内容共创生态驱动业务长期发展。23Q1在线游戏收入186.01亿元，yoy+7.64%。23Q1游戏及相关增值服务毛利率66.7%，yoy+4.6pct，其同比增长主要系收入组合的变动。23Q1手游收入134.48亿元，yoy+16.33%，占在线游戏营收72.3%。基于自研引擎，《蛋仔派对》打造的UGC地图编辑工具助力游戏保持强劲增长，登顶中国iOS下载榜，日活玩家超3000万、日均新增地图超10万张，形成了高粘性、强社交的内容生态壁垒。《逆水寒》手游率先探索多项AIGC前沿技术，基于网易伏羲AI大模型技术，游戏中的智能NPC将拥有自我性格、情绪与记忆，能主动与玩家及其他智能NPC进行社交，在开放世界中形成自我迭代更新的关系网络。《逆水寒》手游将于6月30日全平台公测，有望在MMORPG游戏领域树立新的行业标杆。

云音乐创新商业合作模式，持续健康发展。23Q1云音乐净收入19.60亿元，yoy-5.19%。毛利率22.4%，yoy+10.2pcts，主要系成本管控的持续改善。公司不断创新商业合作模式，包括与中国移动视频彩铃达成合作、升级杜比全景声专区体验、覆盖更多IoT终端等。

网易严选产品品质进一步提升，网易传媒推出全新元宇宙营销解决方案。23Q1网易创新及其他业务收入18.58亿元，yoy+12.83%。网易严选深化供应链模式，搭建多条宠物、家清等品类独立产线并创建多个联合研发实验室，进一步提升产品品质、产能、研发能力，加快实体制造升级，其中宠粮独立产线日产量达60吨，助力严选猫粮霸榜多渠道销售排行。网易传媒近期上线泛娱乐体验空间“网易NETALAND”，为品牌提供全新元宇宙营销解决方案。

有道学习服务营收面临挑战，自研AI大模型有望率先在国内教育场景落地。23Q1网易有道营收11.63亿元，yoy-3.10%。毛利率51.7%，yoy-1.4pct，主要系学习服务净收入的减少。公司基于自研大模型“子曰”开发的“AI口语老师”等功能快速迭代，将率先在国内教育场景落地AIGC技术。

投资建议：目前公司各业务稳健发展，新产品及后续IP储备丰富，考虑《蛋仔派对》长线运营及重磅IP手游《逆水寒》上线，我们略上调23年盈利预测。预计网易23年营业收入1107亿元（前值为1092亿元），yoy+14.77%；NON-GAAP净利润为241.97亿元（前值为219亿元），yoy+6.09%。基于SOTP估值法给予网易合理估值范围为HKD5702-6913/USD719-872亿，中位数对应目标价HKD182.55/USD118.56

风险提示：市场竞争加剧的风险、新游戏产品上线或表现不及预期的风险、版号发放不及预期

投资评级

行业	资讯科技业/软件服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	136.4 港元
目标价格	182.55 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,481.85
港股总市值(百万港元)	474,923.66
每股净资产(港元)	35.64
资产负债率(%)	36.79
一年内最高/最低(港元)	173.00/84.05

作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
朱骏楠	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010002	
zhuqinnan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《网易-S-公司点评:业绩表现稳定，全球化布局持续发力，旗舰IP端转手值得期待》2022-11-26
- 《网易-S-公司点评:研发投入及全球化布局持续发力，H2 暗黑及哈利波特海外流水有望放量》2022-09-01
- 《网易-S-公司点评:Q3 新游助力收入超预期，静待哈利波特利润释放》2021-11-19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com